

2025 年 08 月 13 日

博源化工（000683.SZ）

Q2 环比增长，丰富优良资源强化规模成本优势

投资要点

- ◆ 事件：

博源化工发布 2025 半年报，2025H1 实现收入 59.16 亿元，同比下降 16.31%；归母净利润 7.43 亿元，同比下降 38.57%；扣非归母净利润 7.43 亿元，同比下降 38.49%；毛利率 31.79%，同比下滑 12.56pct；净利率 18.21%，同比下滑 7.94pct。单季度看，2025Q2 实现收入 30.48 亿元，同比下降 23.31%，环比增长 6.26%；归母净利润 4.03 亿元，同比下降 36.95%，环比增长 18.96%；扣非归母净利润 4.09 亿元，同比下降 36.18%，环比增长 22.09%；毛利率 34.52%，同比下滑 9.73pct，环比提升 5.63 pct；净利率 19.20%，同比下滑 7.08pct，环比提升 2.04pct。
- ◆ 提质降本增效，产销增长对冲价格下滑。

2025 年上半年，公司面临产品市场价格同比下降、存量企业毛利同比下滑等不利因素，公司一方面通过持续强化运营管理，保证了主要生产装置持续高效运行，另一方面公司不断提升精细化管理水平，提质降本增效。公司产品产销量同比增长、主要参股公司投资收益同比增长，一定程度对冲了产品价格下降带来的不利影响。2025H1 公司共生产各类产品 515.71 万吨，其中纯碱 339.46 万吨，小苏打 73.97 万吨，尿素 88.23 万吨，其他自产产品 14.05 万吨。分板块看，2025H1 纯碱收入 35.50 亿元同比下降 9.51%，毛利率 35.69%同比下滑 20.72pct；小苏打收入 7.62 亿元同比下降 17.06%，毛利率 40.91%同比下滑 11.87pct；尿素收入 14.84 亿元同比下降 12.52%，毛利率 19.27%同比下滑 7.25pct。此外 25H1 联营企业乌审旗蒙大矿业(公司持股 34%)实现收入 20.96 亿元，净利润 4.89 亿元，公司确认投资收益 1.66 亿元。
- ◆ 丰富优良资源储备，强化规模和成本优势。

截至 2025 年 6 月 30 日，公司在河南省桐柏县拥有安棚和吴城两个天然碱矿区，在内蒙古拥有查干诺尔碱矿和塔木素天然碱矿，其中安棚碱矿拥有探明储量 19308 万吨，保有储量 11272 万吨；吴城碱矿拥有探明储量 3267 万吨，保有储量 1801 万吨；查干诺尔碱矿累计拥有探明储量 1134 万吨，保有储量 163.37 万吨；阿拉善塔木素天然碱矿保有固体天然碱矿石量 103960.18 万吨，矿物量 68433.82 万吨。公司在国内已探明具有开采价值的天然碱资源中占据重要份额，储量丰富且品质优良，为公司长期稳定经营发展提供了坚实的资源保障。此外公司持有蒙大矿业 34%股权，蒙大矿业纳林河二号矿井煤炭保有资源量和可采储量分别为 10.71 亿吨和 5.98 亿吨；公司控股子公司博大实地持有泰盛恒矿业 16.95%股权，泰盛恒矿业所属井田经核实区内总资源量中保有资源量 12.31 亿吨。公司是国内老牌纯碱生产企业之一，深耕天然碱行业多年，拥有一定的品牌知名度，纯碱在产产能 680 万吨/年，小苏打在产产能 150 万吨/年，尿素在产产能 154 万吨/年，纯碱、小苏打产能位居国内前列。公司阿拉善天然碱项目规划建设纯碱产能 780 万吨/年、小苏打产能 80 万吨/年，其中一期规划建设纯碱 500 万吨/年、小苏打 40 万吨/年，二期规划建设纯碱 280 万吨/年、小苏打 40 万吨/年。项目一期已于 2023 年 6 月投料试车，已实现达产达标；项目二期已于 2023 年 12 月启动建设，计划 2025 年底建成。全部建成后远兴能源将具备 960 万吨纯碱、190 万吨小苏打，成为纯碱、小苏打行业绝对龙头，同时成本有望进一步降低。

基础化工 | 纯碱Ⅲ

增持(维持)

投资评级

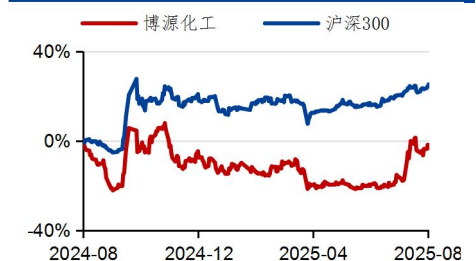
股价(2025-08-13)

5.82 元

交易数据

总市值（百万元）	21,643.06
流通市值（百万元）	19,314.89
总股本（百万股）	3,718.74
流通股本（百万股）	3,318.71
12 个月价格区间	6.72/4.77

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.99	11.94	-28.42
绝对收益	15.02	19.29	-2.84

分析师

骆红永

SAC 执业证书编号：S0910523100001
luohongyong@huajinsc.cn

相关报告

◆ **投资建议：**博源化工为国内纯碱行业稀缺的天然碱龙头，拥有丰富优良资源储备，不断强化规模成本优势强化，助力公司穿越周期实现成长。由于行业景气变化，我们调整盈利预测，预计公司2025-2027年收入分别为131.59(原179.58)/153.58/167.09亿元，同比增长-0.8%/16.7%/8.8%，归母净利润分别为15.54(原36.62)/21.09/24.88亿元，同比增长-14.2%/35.7%/18.0%，对应PE分别为13.9x/10.3x/8.7x；维持“增持”评级。

◆ **风险提示：**项目建设低于预期；产品价格大幅波动；原材料大幅波动；大股东债务问题；公司未决仲裁风险。

财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	12,044	13,264	13,159	15,358	16,709
YoY(%)	9.6	10.1	-0.8	16.7	8.8
归母净利润(百万元)	1,410	1,811	1,554	2,109	2,488
YoY(%)	-47.0	28.5	-14.2	35.7	18.0
毛利率(%)	41.1	40.9	38.2	41.3	43.3
EPS(摊薄/元)	0.38	0.49	0.42	0.57	0.67
ROE(%)	12.0	14.6	11.3	13.6	14.1
P/E(倍)	15.4	11.9	13.9	10.3	8.7
P/B(倍)	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1
净利率(%)	11.7	13.7	11.8	13.7	14.9

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7321	6543	6253	7136	7949
现金	3568	3800	3297	4118	4631
应收票据及应收账款	60	51	59	69	70
预付账款	95	89	93	119	112
存货	535	772	853	951	1156
其他流动资产	3064	1831	1951	1879	1980
非流动资产	26773	29333	30235	32621	34087
长期投资	3742	4246	5249	6353	7557
固定资产	17729	19323	19475	20687	20910
无形资产	1478	1573	1616	1546	1591
其他非流动资产	3825	4191	3894	4035	4030
资产总计	34094	35876	36488	39757	42037
流动负债	8516	9913	8819	9868	9475
短期借款	2460	1601	2000	2000	2000
应付票据及应付账款	3110	3687	4440	4580	4901
其他流动负债	2946	4625	2379	3289	2573
非流动负债	7647	6340	5540	4874	4083
长期借款	4342	3947	3147	2480	1689
其他非流动负债	3305	2394	2394	2394	2394
负债合计	16163	16254	14360	14742	13557
少数股东权益	4445	5127	6079	7371	8896
股本	3740	3739	3739	3739	3739
资本公积	573	733	733	733	733
留存收益	9519	10203	11205	12566	14171
归属母公司股东权益	13486	14496	16049	17644	19583
负债和股东权益	34094	35876	36488	39757	42037

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3141	4507	3746	5683	4671
净利润	2144	2874	2506	3401	4014
折旧摊销	1058	1517	1453	1595	1760
财务费用	317	374	251	256	226
投资损失	-550	-463	-500	-600	-700
营运资金变动	96	-209	-37	957	-701
其他经营现金流	76	415	73	73	73
投资活动现金流	-3616	-1319	-1928	-3455	-2599
筹资活动现金流	1890	-2897	-2321	-1407	-1559

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	0.38	0.49	0.42	0.57	0.67
每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	1.21	1.01	1.53	1.26
每股净资产(最新摊薄)	3.63	3.90	4.32	4.74	5.27

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	12044	13264	13159	15358	16709
营业成本	7094	7836	8127	9020	9481
营业税金及附加	240	236	237	276	301
营业费用	232	382	303	353	384
管理费用	838	989	981	1145	1246
研发费用	151	124	132	154	167
财务费用	317	374	251	256	226
资产减值损失	-61	-126	-99	-115	-125
公允价值变动收益	-7	-73	-73	-73	-73
投资净收益	550	463	500	600	700
营业利润	3680	3603	3457	4566	5406
营业外收入	6	21	10	11	12
营业外支出	1034	221	411	429	524
利润总额	2652	3402	3056	4148	4895
所得税	508	529	550	747	881
税后利润	2144	2874	2506	3401	4014
少数股东损益	734	1062	952	1292	1525
归属母公司净利润	1410	1811	1554	2109	2488
EBITDA	4038	5163	4629	5846	6713

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	9.6	10.1	-0.8	16.7	8.8
营业利润(%)	-0.6	-2.1	-4.0	32.1	18.4
归属于母公司净利润(%)	-47.0	28.5	-14.2	35.7	18.0
获利能力					
毛利率(%)	41.1	40.9	38.2	41.3	43.3
净利率(%)	11.7	13.7	11.8	13.7	14.9
ROE(%)	12.0	14.6	11.3	13.6	14.1
ROIC(%)	10.1	13.0	11.3	14.5	16.1
偿债能力					
资产负债率(%)	47.4	45.3	39.4	37.1	32.3
流动比率	0.9	0.7	0.7	0.7	0.8
速动比率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	150.6	240.1	240.1	240.1	240.1
应付账款周转率	1.8	2.3	2.0	2.0	2.0
估值比率					
P/E	15.4	11.9	13.9	10.3	8.7
P/B	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	8.2	6.2	6.8	5.3	4.7

资料来源：聚源、华金证券研究所

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

骆红永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn